

Le recentrage : une revue des approches financières

Laurent BATSCCH

Université de Paris 9 Dauphine

Classification JEL : L20, M20

Correspondance :

Centre de Recherche sur la Gestion (CEREG),
Université Paris-Dauphine,
75775 PARIS Cedex 16

Résumé : Le recentrage traduit la tendance des grands groupes à se construire sur des marchés dominables. Il est le produit d'un faisceau de contraintes : sélection des investissements dans un univers concurrentiel mondialisé, rentabilisation du capital employé, captation de la rente pour des investisseurs exigeants, respect des prérogatives des gérants de portefeuille dans la tâche de diversification des risques. Le recentrage est une tendance de longue période. Il ne se confond pas avec la stratégie générique de spécialisation, il est même compatible avec certaines formes de diversification cohérente. Tout se passe comme si chaque groupe tentait de converger vers son niveau « optimal » de diversification. Le recentrage désigne donc la tendance des groupes à choisir des stratégies de portefeuille qui renforcent la cohérence de leurs activités.

Mots clés : recentrage – diversification – conglomerat – marché interne.

Abstract : Refocusing deals with the tendency of the groups to grow on controlled markets. It is a result of several constraints : capital budgeting in a world sized competitive environment, maximizing the return on capital employed, taking over the goodwill for the benefit of financial investors, leaving to the asset managers the part of diversifying the risks. Refocusing appears to be a long-term trend. It has to be distinguished from the specialization specific strategy; it is even consistent with various related diversification maneuvers. As if all groups had to converge to their own optimal level of diversification. Refocusing means a tendency of groups to choose portfolio strategies relevant with business relatedness.

Key words : refocusing – diversification – conglomerate – internal market.

Jusqu'à la fin des années 1970, le modèle de la « firme-portefeuille » a été promu sous l'effet de plusieurs facteurs institutionnels : l'incitation de la politique de la concurrence à investir hors du métier d'origine, la pression des consultants (matrices d'allocation de ressources), la rationalisation par les théoriciens de l'organisation (éloge de la forme M), la logique de suivisme et de mimétisme entre groupes (Davis et *al.* 1994).

Depuis la décennie 1980, les groupes tendent à réduire l'éventail de leurs activités. Pourtant, cette tendance n'est pas identifiable à un mouvement général de spécialisation. Markides (1995) suggère qu'il existe un optimum de diversification, un point où les bénéfices marginaux d'une nouvelle diversification sont compensés par les coûts marginaux de celle-ci. Cet optimum n'est pas le même pour toutes les entreprises et il n'est pas aisément mesurable, mais pour toute entreprise, un seuil existe au-delà duquel la poursuite de la diversification affaiblit les performances d'ensemble. On peut donc s'attendre à ce que les entreprises se situant en deçà du seuil critique continuent à élargir leur gamme d'activités, tandis que celles qui ont dépassé l'optimum fassent marche arrière.

Cette hypothèse est compatible avec le constat assez bien établi selon lequel les manœuvres de spécialisation ne sont pas observables pour toutes les entreprises. L'origine du recentrage viendrait en effet d'un mouvement de correction des excès de diversification et ce mouvement n'interdirait pas aux firmes déjà focalisées d'élargir le spectre de leurs activités. Hatfield et *al.* (1996) montrent que le recentrage des années 1980 ne s'est pas traduit par une augmentation du taux agrégé de spécialisation dans chaque branche. Ils en déduisent que certaines firmes ont pu continuer à se diversifier, tandis que celles qui se restructuraient ont pu le faire par réduction de taille plutôt que par cession pure et simple de certaines activités.

Le terme de recentrage (*refocusing*) est fréquemment employé depuis deux ou trois décennies tant dans la communication financière des entreprises que dans la presse économique. Le recentrage est évoqué dès qu'un groupe affiche une priorité de développement sur un marché. Au-delà des modes de langage, le recentrage recouvre une tendance stratégique de longue période. L'objet de cet article est de caractériser cette tendance à partir des contributions académiques qui lui ont été consacrées. La plupart de ces contributions émanent de financiers. Elles sont focalisées sur l'évolution du portefeuille des groupes, et la di-

versité du portefeuille est elle-même mesurée à partir d'indicateurs simples tels que le nombre de branches d'activités identifiable sur la base d'une nomenclature de type SIC pour les États-Unis. Ainsi, la littérature passée ici en revue peut être critiquée pour son défaut de conceptualisation stratégique, et il est vrai que les financiers consacrent peu ou pas de développements à la conceptualisation de notions telles que le métier ou les compétences.

Il est d'autant plus remarquable que des spécialistes de finance se soient intéressés spécifiquement au sens du recentrage. La littérature d'inspiration financière ne s'élève pas au niveau des manœuvres stratégiques, elle se limite à interpréter les grandes corrections de trajectoire. Elle se concentre en particulier sur l'attitude des investisseurs à l'égard des formes conglomerales de diversification. Elle rencontre ainsi la thématique de la gestion des risques. En effet, le recentrage est susceptible de participer à la réduction des risques à deux titres. En premier lieu, la concentration de l'entreprise sur des marchés où elle est capable d'occuper une position forte doit lui permettre de mieux maîtriser le risque économique. L'exercice d'une influence déterminante sur ses marchés est le premier moyen de réduire le risque. Le second tient à la constitution d'un portefeuille diversifié. Or, l'optimisation d'un portefeuille relève des investisseurs et non de l'entreprise elle-même. La conception financière de la « répartition des tâches » réserve aux gérants de portefeuille le soin de diversifier les risques, et par-là encore, le recentrage intéresse les financiers. De sorte que pour les financiers évoqués dans cette revue, les questions posées par le « recentrage » sont : comment des groupes ont-ils pu s'éloigner des marchés qu'ils maîtrisaient bien ? Pourquoi le recentrage n'est-il pas intervenu plus tôt ? Et quels ont pu être les facteurs déclencheurs de cette rectification stratégique ? On ne s'étonnera de la part de financiers qu'ils cherchent souvent dans le comportement changeant des marchés financiers les raisons dernières du mouvement de rectification.

Cette revue de littérature évoque successivement les travaux consacrés au recentrage et leurs résultats analytiques. Une première partie expose donc les théories mobilisées pour expliquer les causes et les modalités du recentrage (1.1) ainsi que les méthodologies empiriques employées (1.2). La seconde partie est consacrée à l'analyse de la surdiversification constatée dans les années 1970 (2.1), puis à la correction des excès de cette période et au retournement des années 1980

(2.2). La conclusion propose une caractérisation du recentrage. Le recentrage est finalement défini comme un modèle de croissance de la grande entreprise en longue période, marqué par la redéfinition du portefeuille d'activités et des frontières des groupes, dans le sens d'un allègement de leurs structures, de la mise en cohérence de leurs activités et de la domination de leurs marchés, sous l'effet de contraintes financières renforcées (allocation sélective des ressources, gestion des risques, rentabilité du capital).

1. L'approche académique du recentrage

Plusieurs théories sont mobilisables pour analyser le recentrage, elles sont toutes validables dans la mesure où elles rendent compte d'un aspect non exclusif du phénomène. Il est remarquable que l'analyse phénoménologique du recentrage fasse l'objet d'un large accord dans la littérature, en même temps qu'elle peut recourir à une pluralité de théories explicatives. De plus, les travaux empiriques présentent un remarquable degré de convergence.

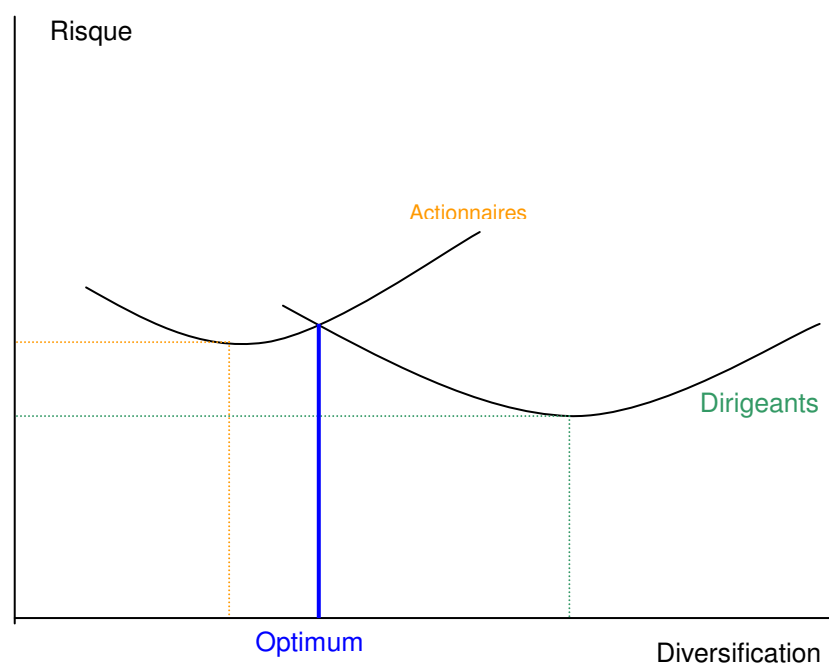
1.1. Les théories mobilisées

La théorie de l'agence. Les dirigeants peuvent avoir plusieurs intérêts à adopter une stratégie de diversification poussée. La diversification est d'abord pour eux un moyen d'augmenter la taille du groupe et leur rémunération, cette dernière étant fortement liée à leur sphère d'influence. De plus, la diversification réduit le risque spécifique aux dirigeants (révocation, réputation, etc.) car elle leur permet de lisser les résultats et d'amortir les mauvais chocs. Elle accroît aussi l'enracinement des dirigeants qui tentent de se rendre indispensables. Les dirigeants sont en général moins disposés à la prise de risque que les actionnaires et ils voient dans la diversification un levier de réduction de leur risque propre.

Les actionnaires recherchent un degré de diversification limité, à seule fin d'exploiter les avantages de la diversification sans pâtir de ses inconvénients ; ce seuil se situe entre la « spécialisation » et la « diversification reliée ». Les dirigeants recherchent un degré de diversification supérieur à celui des actionnaires, jusqu'au point où une dégrada-

tion des performances placerait les dirigeants sous la menace d'un limogeage ou d'une prise de contrôle hostile (figure 1).

Figure 1 – Rapport risque / diversification des dirigeants et des actionnaires



Ainsi, la théorie de l'agence laisse supposer que la diversification est liée à un excès de pouvoir des dirigeants et que la réduction des diversifications excessives est provoquée par la force de rappel des marchés et un changement dans la gouvernance de l'entreprise (Dennis et *al.* 1997).

Dans la théorie de l'agence, le recentrage s'entend comme 1) le moyen de mettre fin aux conglomérats sous-performants érigés par des dirigeants sans contrôle pour se protéger ; 2) un retour à la primauté des objectifs de performance financière exprimant les intérêts des actionnaires.

La théorie financière. Le recentrage s'analyse comme une adaptation de la stratégie aux règles financières de la gestion des risques. D'après la théorie financière, la diversification des risques ressort du rôle des gérants de portefeuille et non des gérants d'entreprise. On sait

qu'il existe deux moyens de réduire le risque de l'actionnaire. Le premier est de supprimer certaines causes possibles d'occurrence et d'organiser les procédures de couverture. Le second consiste à diversifier les risques. Aux dirigeants d'entreprise, il échoit la tâche de maximiser le ratio rentabilité/risque en contrôlant leurs marchés. En revanche, la diversification des risques ne peut pas être mieux assurée que par les actionnaires eux-mêmes (ou les gérants de portefeuille). À titre d'exemple, Gillan et *al.* (2000) montrent dans une étude clinique approfondie de Sears, Roebuck & Co, que la diversification du groupe dans les services financiers a dégagé une mauvaise performance à long terme, inférieure à celle d'un portefeuille représentant la même gamme de métiers mais constitué de sociétés indépendantes. La justification des stratégies conglomerates par la diversification des risques est donc contraire à la théorie financière. Il est logique que la montée en puissance des marchés financiers externes, de la culture financière et des investisseurs institutionnels retentisse sur le comportement stratégique des groupes.

La théorie institutionnaliste. Celle-ci situe les stratégies des entreprises dans un contexte d'influences et de contraintes externes (législation, coutumes, système de financement, événements historiques fondateurs, etc.). Ainsi, pendant longtemps, la politique américaine de la concurrence a pu fonctionner comme une incitation à la diversification : le choix d'une croissance en-dehors du métier d'origine était imposé par le risque d'abus de position dominante dans ce métier (Fligstein 1990). Le recentrage s'inscrit donc dans un contexte réglementaire de relâchement des procédures antitrust.

La théorie des coûts de transaction. En tant que redéfinition des frontières de l'entreprise, l'externalisation (*outsourcing*) substitue des relations de clients-fournisseurs à des relations internes de travail. Non seulement, il peut être moins coûteux de « faire faire » que de « faire », mais la gestion de la transaction elle-même est moins coûteuse, dès lors que le fournisseur est un partenaire régulier et durable. Cependant, cette approche est un peu en marge de la problématique du recentrage qui concerne le « cœur » stratégique de l'entreprise (sa compétence distinctive) plutôt que ses activités de support ou de production intermédiaire.

La théorie des marchés internes et externes. Elle prolonge la théorie des coûts de transaction et elle analyse les groupes sous l'angle de leur fonction financière : ils sont des lieux d'allocation de capitaux alterna-

tifs aux marchés financiers « externes » (Williamson 1975). La sophistication des marchés financiers depuis les années soixante-dix a révélé les limites des mécanismes d'affectation des ressources internes aux conglomérats et a favorisé la « récupération » de cette fonction par les investisseurs eux-mêmes (tableau 1).

Tableau 1 – *Le rôle des « marchés internes » de capitaux*

Avantages	Inconvénients
Confidentialité et préservation du « <i>first mover advantage</i> »	Longueur des procédures et du délai de décision
Pouvoir d'imposition de la redistribution des « <i>free cash flows</i> »	Tendance à réinvestir dans les activités existantes plutôt qu'à distribuer les « <i>free cash flows</i> »
Capacité à percevoir et à réagir aux difficultés des branches	Sur-dimensionnement du « staff »
Assistance managériale des branches par le « centre »	Jeux politiques internes dans les arbitrages
Gestion de trésorerie centralisée	Gouvernance : taille de l'entreprise et dispersion de l'actionnariat

Source : d'après Bhide (1990)

1.2. Les travaux empiriques

1.2.1. Quatre objectifs

Établir la réalité du phénomène. Celle-ci ne fait pas débat, son ampleur paraît établie et on s'accorde à dater son origine à la fin des années 1970 ou au début de la décennie 1980. Mais la mesure du phénomène est indissociable d'une réflexion sur sa nature : s'agit-il simplement d'un mouvement de cessions et de spécialisation ? Le recentrage ne désigne-t-il pas plutôt un mouvement de redéploiement et de réorientation stratégique ? Dans ce dernier cas, le recentrage n'est pas assimilable à une stratégie générique, il ressort plutôt d'une tendance générale des groupes à concentrer leurs moyens sur des marchés maîtrisables. De ce fait, les frontières de la diversification ne sont plus fixées par des critères intrinsèques (nature des clients, nature des produits, nature des technologies) mais par une analyse de la cohérence (*relatedness*) des activités.

Analyser les liens entre les stratégies et les performances des firmes. La diversification « paye »-t-elle ? À quelles conditions ? C'est une problématique désormais ancienne, formalisée par Wrigley et Ru-

melt au début des années 1970. Les financiers y ont ajouté leurs propres préoccupations : comment le marché réagit-il à une annonce stratégique de diversification ou de recentrage ?

Vérifier la relation entre la stratégie et le mode de gouvernance. Certains événements survenus dans la gouvernance de l'entreprise ont-ils précédé et entraîné des décisions stratégiques majeures ? On retrouve là tous les travaux testant la théorie de l'agence dans le champ des décisions stratégiques.

Identifier les caractéristiques des entreprises recentrées. Existe-t-il des particularités qui prédestinent une entreprise à faire le choix du recentrage ? Des facteurs tels que l'attractivité sectorielle du métier principal exercent-ils une influence déterminante ?

1.2.2. Quatre types de méthodologie

Mesures de concentration

- le nombre de branches d'activités ;
- l'indice d'entropie = $\sum p_i^2$ pour i allant de 1 à n branches, $p_i = \%$ de la branche i ;
- l'indice d'Herfindhal = $\sum p_i \cdot \ln(1/p_i)$.

Chaque indice peut être calculé sur plusieurs variables : chiffre d'affaires, résultat, investissements, effectifs, etc. La « proximité » des branches est établie en général sur une nomenclature économique : « the number of 2-digit SIC codes » ou « 4-digit », ou la nomenclature INSEE en France.

Les indices de Wrigley et Rumelt (1974)

- le ratio de spécialisation RS : proportion du chiffre d'affaires réalisée dans la plus grande activité autonome ;
- le ratio de liaison (*relatedness*) RL : proportion du chiffre d'affaires réalisée par le bouquet principal d'activités liées.

Les études d'événements

L'événement est constitué par l'annonce d'une opération de diversification ou au contraire de recentrage. On en mesure l'impact sur le cours boursier pour détecter une éventuelle « rentabilité anormale ».

Les études de cas.

Elles s'appliquent à des entreprises en particulier ou à des secteurs d'activité. Sans avoir valeur probante au même titre que la mesure d'une variable discriminante sur un large échantillon, l'étude de cas d'entreprise rigoureuse a acquis sa place dans la littérature financière académique.

1.2.3. Des résultats convergents

De nombreuses contributions américaines convergent sur le constat que la vague de restructurations des années 1960 a accru le degré de diversification des groupes, tandis que les restructurations des années 1980 sont venues corriger les excès de la période précédente. Parmi les précurseurs, Rumelt (1974) a montré que la part des 500 entreprises du classement de *Fortune* ayant une activité unique a baissé de 22,8 % à 14,8 % entre 1959 et 1969. Inversement, la part des entreprises à diversification non reliée est passée dans le même temps de 7,3 % à 18,7 %.

Toujours aux États-Unis, une étude de Lichtenberg (1992) montre que le nombre moyen de branches d'activités de quelque 6 500 entreprises a diminué de 14 % entre 1985 et 1989, la proportion d'entreprises à branche unique passait de 16,5 % à 25,4 % sur la même période.

Shleifer et Vishny (1991b) ont étudié les prises de contrôle hostiles entre 1984 et 1986 : 72 % des actifs (en valeur) ont rejoint des acquéreurs à activité reliée, 15 % ont été repris en LMBO, et seulement 4,5 % ont été transférés à des acquéreurs « non reliés ».

Davis et *al.* (1994) ont calculé que le niveau global de diversification des 500 entreprises du palmarès de Fortune a baissé d'un tiers entre 1980 et 1990, et ont évalué à 40 % leur diminution de diversification non reliée.

Liebeskind et *al.* (1996) ont travaillé sur 3 602 entreprises américaines issues des 2 500 plus grands employeurs, cotées ou non, entre 1981 et 1989 ; cet échantillon est donc composé d'entreprises qui se sont *maintenues* parmi les 2 500 tout au long de la période ou qui ont été amenées à y rentrer ou à en sortir au cours de la période. Les auteurs montrent que le niveau médian de diversification reliée a augmenté de 16,8 %, en large partie grâce au recentrage des entreprises maintenues. La médiane du ratio de spécialisation s'est élevée de 10,6 %, surtout en raison de la disparition des entreprises non spécialisées.

Berger et Ofek (1999) ont étudié 107 entreprises américaines diversifiées ayant suivi une trajectoire de recentrage (*refocusing*) entre 1985 et 1993 et n'ayant pas été rachetées. Ils constatent que l'annonce d'une opération de recentrage a été positivement sanctionnée par une rentabilité exceptionnelle (« anormale ») moyenne de 7,3 %. Les opérations de recentrage succèdent à des événements importants dans le mode de gouvernance dans 62 % des cas : un changement de CEO (22 %), l'arrivée d'un nouveau bloc d'actionnaires (27 %), une crise financière (19 %), l'échec d'une OPA (13 %), l'activisme des investisseurs (12 %), un nouveau plan de rémunération et d'incitation (11 %), etc. Les auteurs établissent que les entreprises les plus actives dans le recentrage sont aussi celles dont la diversification a été la plus « destructrice » de valeur ou la plus dispersée (*unrelated*).

Les travaux empiriques menés en France confirment cette approche du recentrage. Étudiant les groupes industriels sur la fin des années quatre-vingt, Batsch (1993) conclut que la respécialisation participe du recentrage, mais elle n'en est qu'une forme particulière. Le recentrage apparaît comme une tendance à l'œuvre dans des stratégies différentes plutôt que comme une stratégie générique. Perdreau (1998) confirme ces résultats en prolongeant l'étude de l'échantillon de Batsch sur la période 1991-1997.

Faisant la synthèse d'une série d'études de cas dans plusieurs secteurs (chimie, pharmacie, informatique, télécommunications), Paulré (2000) remarque que « *les définitions des activités et les opportunités (ou inversement les inconvénients) de rassemblement d'activités ne sont pas stables. Il n'y a jamais de véritable retour en arrière possible (...) La réduction d'activités ne consiste pas à revenir sur le métier de base car celui-ci a évolué* ». Il dégage une typologie des stratégies de recentrage sur deux critères, la réduction d'activités d'une part, la recherche de la cohérence des activités d'autre part (tableau 2).

Tableau 2 – Différentes stratégies de recentrage

Réduction d'activités Mise en Cohérence	OUI	NON
	Concentration offensive	Mutation
OUI = Redéploiement		
NON = Recentrage strict	Spécialisation	

Source : d'après Paulré (2000)

2. L'analyse du recentrage

De l'ensemble des travaux empiriques, le recentrage ressort davantage d'une recherche de cohérence que d'une stricte spécialisation, il n'exclut pas certaines formes de diversification reliée. Ainsi, en même temps qu'elles confirment la réalité d'une tendance générale à la mise en cohérence du portefeuille des groupes, les études empiriques se démarquent d'une vision réductrice qui limiterait le recentrage à un resserrement de l'éventail d'activités.

2.1. Les origines de la « sur-diversification »

À l'origine du recentrage, il y aurait donc eu un excès de diversification dans les années 1960 et 1970. Pourquoi les entreprises ont-elles été conduites à pratiquer la « sur-diversification » ? Quatre types de facteurs sont couramment avancés.

Les conséquences d'une relation d'agence mal gérée. Les dirigeants ont été enclins à recycler la trésorerie disponible dans des investissements de taille et de puissance, surtout quand l'entreprise se situait dans une industrie à maturité pourvoyant plus de ressources qu'elle n'en consomme. Telle est la substance de la théorie de l'agence appliquée aux diversifications, et plus précisément de la théorie du *free cash flow* (Jensen 1986).

L'hypothèse d'orgueil. Les dirigeants ont également tendance à témoigner d'un excès de confiance en leurs capacités. Cette hypothèse a été défendue par Roll (1986) à propos du prix souvent excessif des sociétés achetées : Roll souligne la présomption des acquéreurs (*hubris*) convaincus que leur évaluation généreuse de la cible corrige la sous-évaluation des marchés. L'hypothèse est généralisable. Quand les dirigeants ont rencontré le succès dans leur métier d'origine, ils pensent pouvoir étendre leurs compétences à de nouveaux métiers. Il a pu paraître à des dirigeants éprouvés que l'organisation divisionnaire et décentralisée permettait d'étendre leur efficacité sans limite, sous réserve qu'ils sachent transmettre leur savoir-faire et conserver un contrôle

central. L'histoire des pratiques et des disciplines de gestion donne la mesure de l'impact de la diffusion des « outils de gestion »¹.

Le rôle de la forme-M. De même, la généralisation de la structure multi-divisionnaire décentralisée (forme M) dans les grandes entreprises a pu conforter la conviction qu'un bon système d'information et de contrôle suffisait à une bonne direction générale pour insuffler son intelligence stratégique à un nombre croissant de filiales très diverses (Berland 2002). Dans une remarquable synthèse, comparant les deux vagues de prises de contrôle des années 1960 et 1980, Shleifer et Vishny (1991a) remarquent que la « forme M » s'est trouvée bien en phase avec la diversification conglomérale de la première vague. Mais cette structure a favorisé le maintien d'un mode de management distancé et inefficace. Ils prolongent l'approche chandlerienne en ajoutant que « *le monde n'évolue pas toujours vers une plus grande efficacité* », et vont jusqu'à déplorer le « *détour de trente ans des entreprises américaines* ».

La politique anti-trust. Aux États-Unis notamment, la politique anti-trust a placé les groupes les plus puissants sous la menace d'un abus de position dominante s'ils poursuivaient leur croissance dans leur branche d'activité d'origine (Fligstein, 1990) ; du même coup, la législation a constitué une forte incitation à rechercher des opportunités de croissance dans des branches diversifiées. Baker (1992) montre comment la *Federal Trade Commission* (FTC) a orienté la stratégie du groupe américain Beatrice : ayant exigé de Beatrice qu'il cède pour 35 Mds\$ diverses sociétés acquises dans sa propre branche et qu'il soumette à l'agrément de la FTC tout nouveau projet d'acquisition de ce type, le groupe a amorcé au même moment (1965) un processus de diversification conglomérale.

Le rôle des marchés de capitaux. Le marché financier a réagi favorablement aux orientations de développement congloméral dans les années 1960 et 1970. C'est un paradoxe au regard de la théorie économique et financière, qui devrait justifier une réaction négative du mar-

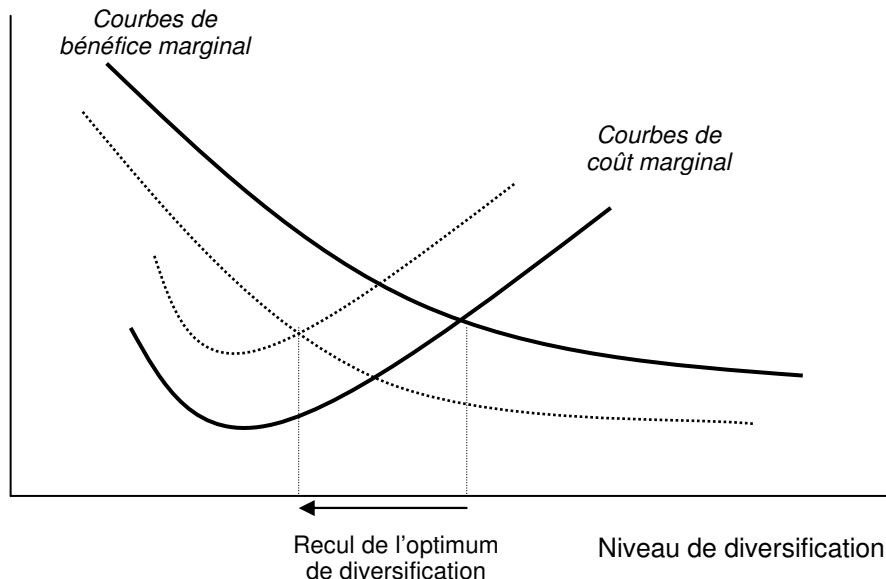
¹ Voir les travaux menés sur ce thème dans le cadre du CRG (École Polytechnique) et du CGS (École des Mines).

ché². Mais les marchés financiers, en particulier les places boursières, n'avaient pas atteint le même niveau d'activité ni le même degré de dynamisme, de sorte que les entreprises managériales subissaient une faible pression de la part de leurs actionnaires. Hubbard et Palia (1999) ont étudié 392 entreprises ayant fait des acquisitions de diversification dans les années 1960 ; il ressort que les opérations les mieux valorisées en Bourse sont celles engagées par des acquéreurs sans contrainte de financement sur des cibles en situation de manque financier, suggérant que le marché valorise l'allocation interne des capitaux dans les conglomerats. Servaes (1996) conteste que les diversifications auraient été survalorisées par le marché (étude sur la période 1961-1976), il constate même l'existence d'une décote comparativement aux entreprises à « segment » d'activité unique. Mais il concède que cette décote a décliné jusqu'à disparaître au début des années 1970, la diversification s'est accrue davantage au cours de cette même période pendant laquelle le marché ne la sanctionnait plus.

2.2. Le tournant vers la focalisation

À partir de la fin des années 1970, les entreprises commencent à tourner le dos à la sur-diversification et les marchés financiers manifestent plus nettement leur défiance à l'égard des orientations conglomerales (Baker et Smith 1998). Étudiant les sociétés cotées aux États-Unis entre 1979 et 1988, Comment et Jarrell (1995) notent que la proportion des sociétés n'ayant qu'une seule branche d'activité est passée de 38,1 % à 55,7 %. Pour Markides (1995), ce tournant résulte d'un recul du point optimal de diversification pour toutes les entreprises, en raison d'une conjonction de facteurs : les uns ont réduit les bénéfices marginaux de la diversification, tandis que les autres ont accru les coûts marginaux de la diversification (figure 2).

² Certains auteurs ne cherchent pas à cacher la contradiction entre la théorie économique et la réalité du mouvement de diversification. Voir par exemple l'ouvrage de Méri-got et Labourdette (1980).

Figure 2 – Bénéfices et coûts marginaux de la diversification

En particulier, le rôle financier d'allocataire de capital des conglomérats (« marché interne ») a perdu de son intérêt au fur et à mesure que les marchés financiers devenaient plus actifs. De même, l'intérêt d'investir hors du métier principal pour éviter la sanction des politiques antitrust s'est amoindri, dans la mesure où ces politiques se sont elles-mêmes assouplies. Quant aux coûts de la diversification, ils se sont révélés à travers le bilan plutôt négatif des performances des groupes les plus diversifiés.

Davis et *al.* (1990) montrent que dans les années 1980, la probabilité de devenir la cible d'une prise de contrôle hostile était corrélée avec le degré de diversification conglomérale. De plus, les groupes ont clairement circonscrit leurs acquisitions à des activités reliées et le nombre de branches des 500 entreprises de Fortune a clairement diminué.

Haynes et *al.* (2000) soulignent qu'au-delà du mouvement général de recentrage, celui-ci est associé à certaines caractéristiques. Ils montrent que les désinvestissements au Royaume-Uni entre 1985 et 1989 sont plus importants en nombre et en valeur pour les groupes les plus grands, soumis à la plus forte pression concurrentielle, subissant le

contrôle actionnarial le plus actif et ayant le levier financier le plus tendu.

L'activation des marchés « externes » de capitaux. La vague d'OPA hostile des années 1980 aux États-Unis a marqué un tournant radical, un brutal rappel à l'ordre des opérateurs industriels par les intervenants financiers. Les conglomérats qui jouaient un rôle de marché interne des capitaux (permettant à des dirigeants informés d'allouer rationnellement les ressources) ont cédé la place à des marchés externes composés d'actionnaires plus actifs.

Bhide (1990) montre bien l'évolution du fonctionnement de la place de New-York depuis le « *May Day* » de 1975 qui a vu la suppression de la fixité des commissions sur opérations.

Shin et Stulz (1998) concluent à l'inefficience du marché interne ; ils constatent que l'investissement d'une branche d'un groupe diversifié dépend plus du *cash* de la branche elle-même que de celui des autres branches et que la hiérarchie des opportunités d'investissement rentables des diverses branches n'a pas d'impact significatif sur l'allocation des capitaux du groupe aux investissements. La prééminence des marchés externes relève de plusieurs causes.

Le marché est devenu plus actif, en relation avec le niveau croissant d'exigences des investisseurs. La dérèglementation et les privatisations ont ouvert de nouveaux domaines d'investissement. Les innovations financières ont accru les capacités d'intervention des gérants de fonds. La concentration du capital entre les mains des institutionnels a conféré à ceux-ci une grande puissance d'action.

De plus, les investisseurs ont disputé aux dirigeants l'exclusivité de l'information économique et financière sur les performances de l'entreprise. Ils ont maintenu une pression constante pour accroître la quantité et la qualité d'informations, réduisant d'autant le degré d'asymétrie.

Enfin, la baisse du coût des transactions sur les marchés financiers a facilité le recours des entreprises aux marchés et a libéré les transactions des investisseurs. Pour Matsusaka et Nanda (2000), le marché interne dans un conglomérat permet de faire une économie de frais de transaction ; le niveau optimal de diversification est atteint quand ce gain d'opportunité sur le coût de transaction est équilibré par les coûts d'agence induits par la diversification. Par ailleurs, l'avantage relatif qui pouvait exister pour un investisseur à acheter l'action d'un

conglomérat (en raison des frais de transaction) s'efface quand les prix des intermédiaires baissent ; l'investisseur peut ainsi récupérer sa prérogative de gérant de portefeuille.

La globalisation financière. Au-delà des effets techniques de l'activation des marchés externes, la « financiarisation » des économies développées a, sans doute, constitué le facteur déclencheur ou fortement accélérateur de la remise en cause des stratégies conglomérales. Le « retour de l'actionnaire » et l'attention portée aux performances financières de l'entreprise ont laissé peu de répit aux groupes mal diversifiés et ont mis la pression sur la conquête de positions de *leadership* peu compatibles avec une large diversification. Pour Denis et *al.* (1997), la réduction des diversifications est fortement liée à la présence de menaces de prises de contrôle externe, à une situation financière de crise et à un changement de direction ; le recentrage apparaît alors comme la conséquence de la reprise en main des dirigeants par les actionnaires.

Le relâchement de la politique antitrust. Il apparaît que la politique de la concurrence américaine s'est assouplie dès les années 1980, en même temps que la classe dirigeante faisait le constat des difficultés économiques des groupes américains. Dès lors, les freins légaux à la concentration se relâchaient, permettant aux groupes de choisir une stratégie de recentrage (Shleifer et Vishny 1991a).

Le bilan négatif des performances des conglomérats. De manière pragmatique, les stratégies conglomérales ont révélé leurs limites. Au niveau macro-économique, le déclin relatif de l'industrie américaine a mobilisé l'opinion des milieux financiers contre l'autonomie des dirigeants et leur négligence supposée à l'égard des objectifs de rentabilité. Des études empiriques ont commencé d'établir que les entreprises les plus performantes n'étaient pas les plus dispersées, sans exclure toute diversification, il est apparu que les meilleures entreprises avaient développé des diversifications cohérentes ou « reliées » (Rumelt 1974). Ravenscraft et Scherer (1987) ont mis en évidence la sous-performance des conglomérats. À son tour, Porter (1987) a établi un bilan de la diversification de 33 grandes firmes américaines sur la période 1950-1986, portant sur 3 788 opérations de diversification par croissance interne ou externe. Il montre que plus de la moitié de ces opérations ont

donné lieu à des cessions ultérieures, et que 14 firmes sur 33 ont rapidement abandonné plus de 70 % de leurs opérations. Morcket et *al.* (1990) ont montré que pendant les années 1980, les acquisitions de diversification ont plutôt détruit de la valeur. D'après Lang et Stulz (1994) le ratio q de Tobin des sociétés diversifiées est resté significativement inférieur à celui des entreprises focalisées. Comment et Jarrell (1995) montrent aussi que le degré de cohérence des entreprises est associé à un meilleur niveau de performance boursière. Lichtenberg (1990) établit que la productivité des établissements d'un groupe est négativement corrélée au nombre de branches de ce groupe.

John et Ofek (1995) ont étudié les performances comptables et boursières de 321 firmes ayant réalisé une cession d'actifs de plus de 100 M\$ entre 1986 et 1988. Ils valident « l'hypothèse de cohérence » (*focus hypothesis*) : les désinvestissements améliorent les performances quand ils accroissent le degré de cohérence des activités d'un groupe. Sans doute ces opérations permettent-elles de réduire les synergies négatives entre branches trop éloignées l'une de l'autre (Sentis 1999).

Kaplan et Weisbach (1992) tirent une conclusion plus nuancée. Étudiant le sort de 271 grandes acquisitions réalisées entre 1971 et 1982 (à l'échéance de fin 1989), ils constatent que 44 % de celles-ci ont été cédées. Ce taux est de 60 % pour les cibles « non reliées » (par leur métier) à l'acquéreur et de 20 % pour les cibles « reliées » : les désinvestissements sanctionnent donc plutôt les opérations de diversification. En revanche, sur la base des performances et du prix de revente de ces désinvestissements, ils déduisent que seulement 34 % à 50 % de ceux-ci peuvent être assimilés à des échecs.

Les mauvaises performances des groupes excessivement diversifiés peuvent tenir à plusieurs causes, parmi lesquelles trois ressortent :

- la difficulté de maintenir des mécanismes d'incitation efficaces dans des organisations difficilement contrôlables du fait de leur taille ;
- l'effet pervers du mode de contrôle des grands groupes : plus la taille et la diversité s'accroissent, plus les critères comptables et financiers de performance prédominent, et plus les directions générales risquent de négliger les « fondamentaux » économiques de leurs divers marchés ;
- la difficulté pour l'équipe dirigeante de transposer ses schémas de pensée d'un métier à un autre. La « logique dominante » d'un métier varie selon les activités. Une direction se forme et s'homogénéise au-

tour de l'expérimentation d'un certain type de marché : le transfert de l'expérience ainsi acquise sur des métiers nouveaux n'a rien d'évident.

Le rationnement relatif de capitaux. La focalisation des groupes résulte aussi de la contrainte financière, quand il faut concentrer les ressources disponibles sur des activités circonscrites. Lamont (1997) a montré que le pic des prix du pétrole en 1986 a conduit les compagnies pétrolières diversifiées à réduire leurs investissements dans leurs activités non pétrolières. John et *al.* (1992) ont étudié la réaction de grandes entreprises américaines au déclin de leurs résultats entre 1981 et 1987 : il s'agit de 46 entreprises ayant survécu et ayant connu dans cette période trois résultats nets négatifs successifs suivis d'un résultat positif. Elles ont réagi à leurs difficultés par des restrictions de coûts et d'effectifs, mais aussi par un resserrement de leur gamme d'activités, puisque 17 d'entre elles ont réduit le nombre de leurs branches, tandis que 8 d'entre elles seulement l'ont accru.

Conclusion

Un certain « consensus » semble donc se dégager sur la nature du recentrage :

1) C'est d'abord un mouvement de correction de la « sur-diversification » opérée pendant la vague d'acquisitions et fusions des années 1960 et 1970 aux États-Unis. Il est donc logique que ce mouvement ait recouvert des trajectoires singulières selon le niveau de diversification d'où partait chaque entreprise.

2) C'est aussi le produit d'une recherche de cohérence stratégique et de cohésion organisationnelle. Ce mouvement centripète est compatible avec un éventail diversifié de produits et de technologies plus ou moins large selon les groupes.

3) C'est enfin le résultat d'une contrainte de performance et de l'impérieuse nécessité de rechercher une position de force sur les marchés concurrentiels. La financiarisation des stratégies implique de resserrer la mission de l'entreprise (maîtriser le risque plutôt que le réduire) et de réduire ses frontières (externalisation).

Ainsi analysé, le recentrage ne saurait être confondu avec une manœuvre stratégique particulière (la spécialisation, notamment), il est au contraire compatible avec différentes manœuvres selon l'état d'origine

du portefeuille d'activités de l'entreprise. En particulier, il n'est nullement paradoxal d'associer le recentrage en tant que tendance à une stratégie de diversification reliée.

Il reste cependant nécessaire de conserver une approche historique ou dynamique du recentrage. Quatre types de recentrage sont à distinguer, qui recouvrent largement des conjonctures économiques successives.

1) Le recentrage des origines est de nature « défensive » (années 1970, 1980) : face à la « crise » et à l'internationalisation, les groupes ont dû mieux sélectionner leurs cibles et élargir le champ géographique de leurs investissements. C'est la phase du « moins mais mieux ».

2) Un recentrage offensif (années 1980, 1990) a suivi : après un temps d'adaptation à la fin des « trente glorieuses », un mouvement de concentration (fusions, acquisitions) a commencé, chaque groupe poursuivant l'objectif de prendre une position de tête dans ses branches d'activité. C'est le temps de l'antenne rabâchée : « être *leader* sur son marché ».

3) Le recentrage s'est ensuite enrichi d'une dimension « organisationnelle » (années 1990) : la redéfinition des frontières de l'entreprise est devenue une variable stratégique. L'externalisation a dépassé le stade de la gestion opérationnelle des coûts pour devenir l'expression d'une redéfinition de la mission du groupe.

4) Enfin, un recentrage « financier » (années 1990) a pris le relais, sur la base d'une conception financière de la gestion des risques : la diversification des risques est du ressort des gérants de fonds, tandis que l'entreprise doit surtout se préoccuper de réduire son propre risque (par focalisation de ses ressources et de ses actions).

Par-delà cette périodisation, le recentrage porte des caractéristiques permanentes. Il relève d'une tendance à la simplification des portefeuilles d'activités : moins d'activités, moins de branches, moins de dispersion. Les groupes poursuivent un objectif de domination économique des marchés sur lesquels ils concentrent leurs efforts. Cet objectif induit la nécessité pour chaque groupe de connaître ses compétences. Or, l'identification de ses compétences fondamentales par un groupe peut conduire celui-ci à élargir son champ d'activités. Si on considère, par exemple, que la compétence de Suez ou de Vivendi Environnement est de savoir contracter avec des collectivités publiques, alors le « métier » de ces sociétés ne se confond pas avec l'une ou l'autre de leurs prestations de service existantes : n'importe quel ser-

vice aux collectivités doit pouvoir rentrer dans le portefeuille de ces groupes. Ainsi, le retour au métier n'est pas synonyme de spécialisation et le recentrage n'est pas synonyme de désengagement : la culture des compétences peut conduire à un élargissement de la gamme d'activités, dans la mesure toutefois où la cohérence organisationnelle et économique de cette gamme est assurée et renforcée. Plus qu'un mouvement de spécialisation, le recentrage traduit un effort de mise en cohérence.

Par ailleurs, la grande entreprise se déleste d'un certain nombre de fonctions périphériques ou logistiques. Elle recourt également de manière systématique à la sous-traitance, conférant à celle-ci un statut de partenariat durable. La position de chaque entreprise glisse tout au long d'une filière, la « chaîne de valeur » est redécoupée ; un nouveau type de « stratégie » est né : la stratégie organisationnelle qui définit ce que l'entreprise conserve en son sein et ce qu'elle confie à l'extérieur.

Le double mouvement de concentration des branches d'activités d'une part, d'externalisation des fonctions d'appui d'autre part, conduit ainsi à une contraction des frontières de l'entreprise. Dans le même temps, le groupe reprend du poids par ses opérations de fusions et acquisitions sur son ou ses métiers d'une part, et par sa croissance internationale d'autre part.

Finalement, le recentrage apparaît bien comme le modèle de croissance de la grande entreprise depuis plus d'une vingtaine d'années, fondé sur la recherche de la performance actionnariale (création de valeur, gouvernance des dirigeants) dans un environnement doublement marqué par la croissance de la taille des marchés (mondialisation) et par une contrainte de concentration des capitaux investis sur des cibles privilégiées. Ce modèle de croissance repousse toujours les frontières de l'entreprise, il révèle la capacité des acteurs à désintégrer l'organisation et, dans cette mesure, il fait écho à l'approche contractualiste de l'entreprise. Que les stratégies d'entreprise d'une part et la rhétorique emblématique d'une période d'autre part soient en phase ne devrait pas surprendre.

Bibliographie

Baker G. (1992), « Beatrice : A Study in the Creation and Destruction of Value », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 3, p. 1081-1119.

- Baker G. et Smith G. (1998), *The New Financial Capitalists*, Cambridge University Press.
- Batsch L. (1993), « La diversité des activités des groupes industriels : une approche empirique du recentrage », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 66, p. 33-50.
- Berger P.G. et Ofek E. (1999), « Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs », *The Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 2, p. 311-345.
- Berland N. (2002), *Le contrôle budgétaire*, La Découverte, Repères.
- Bhide A. (1990), « Reversing Corporate Diversification », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 3, p. 70-81.
- Comment R. et Jarrell A. (1995), « Corporate Focus and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 67-87.
- Davis G.F., Diekmann K.A. et Tinsley C.H. (1994), « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s : The Deinstitutionalization of an Organizational Form », *American Sociological Review*, vol. 59, p. 547-570.
- Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1997), « Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, p. 135-160.
- Fligstein N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Harvard Business School Press.
- Gillan S.L., Kensinger J.W. et Martin J.D. (2000), « Value Creation and Corporate Diversification : The Case of Sears, Roebuck & Co », *Journal of Financial Economics*, vol. 55, p. 103-137.
- Hatfield D., Liebeskind J. et Opler T.C., (1996), « The Effects of Corporate Restructuring on Aggregate Industry Specialization », *Strategic Management Journal*, vol. 17, p. 55-72.
- Haynes M., Thompson S. et Wright M. (2000), « The Determinants of Corporate Divestment in the UK », *International Journal of Industrial Organization*, vol. 18, p. 1201-1222.
- Hoskisson R.E. et Hitt M.A. (1994), *Downscoping : How to Tame the Diversified Firm*, Oxford University Press.
- Hubbard R.G. et Palia D. (1999), « A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s : An Internal Capital Markets View », *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 3, p. 1131-1152.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.

- John K., Lang L. et Netter J. (1992), « The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 3, p. 891-917.
- John K. et Ofek E. (1995), « Asset Sales and Increase in Focus », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 67-87.
- Kaplan S. et Weisbach M. (1992), « The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 1, p. 107-138.
- Lamont O. (1997), « Cash-flow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 83-109.
- Lang L. et Stulz R. (1994), « Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance », *Journal of Political Economy*, vol. 102, p. 1248-1280.
- Lichtenberg F.R. (1992), « Industrial De-Diversification and its Consequences for Productivity », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 427-438.
- Markides C.C. (1995), *Diversification, Refocusing, and Economic Performance*, The MIT Press.
- Matsusaka J.G. et Nanda V. (2000), « Internal Capital Markets and Corporate Refocusing », *Working Paper*, n° 01-6, USC, Marshall School of Business, April.
- Mérigot J.G. et Labourdette A. (1980), *Eléments de gestion stratégique des entreprises*, Cujas.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1990), « Do Managerial Incentives Drive Bad Acquisitions ? », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-48.
- Paulré B. (2000), *Les stratégies de recentrage dans les secteurs de haute technologie*, Ministère de l'Économie et des Finances.
- Perdreau F. (1998), « Désengagements et recentrage en France : 1986-1992 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 137-165.
- Porter M. (1987), « From Competitive Advantage to Corporate Strategy », *Harvard Business Review*, May-June.
- Ravenscraft D. et Scherer F. (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Washington.
- Roll R. (1986), « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business*, vol. 59, n° 2, p. 197-216.
- Rumelt A. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press.
- Sentis P. (1999), « Pourquoi les décisions de désinvestissement créent de la valeur ? », *Revue Française de Gestion*, p. 106-121.

- Servaes H. (1996), « The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 4, p. 1201-1225.
- Shin H. et Stulz R.M. (1998), « Are Internal Capital Markets Efficient ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, p. 531-552.
- Shleifer R. et Vishny A. (1991a), « Takeovers in the '60s and the '80s, Evidence and Implications », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 51-59.
- Shleifer R. et Vishny A. (1991b), « The Takeover Wave of the 1980s », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, n° 3, p. 49-56.
- Williamson O.E. (1975), *Markets and Hierarchies : Analysis and Anti-trust Implications*, MacMillan, New-York.